

Politiques macroéconomiques
Licence I – AES 2008-2009
Université Montesquieu-Bordeaux IV

Policy-mix

Existe-t-il un véritable policy-mix dans la zone euro ?

Élément de correction

Amorce : la relance simultanée (monétaire et budgétaire) est plus bénéfique aux États-Unis qu'à la zone euro, notamment en termes de croissance, d'emploi et de la capacité de réaction aux cycles. L'assouplissement des politiques monétaire et budgétaire aux États-Unis s'associe à la croissance soutenue dans cette zone.

Définition : le policy-mix est défini comme l'orientation conjointe des politiques monétaire et budgétaire, à un moment donné du cycle économique. Le policy-mix est par exemple « contracyclique » lorsqu'en phase haute et ascendante du cycle, son orientation est plutôt restrictive pour éviter une surchauffe, ou lorsqu'en phase basse et descendante, elle est accommodante afin d'éviter l'effet récessif du retournement.

Problématique : quelle est l'efficacité de la coordination des politiques dans la zone euro en comparaison avec les États-Unis ? Quels sont les facteurs explicatifs de cette disparité ?

I. Coordination des politiques économiques en fonction du cycle et au soutien de la croissance

A. Objectifs et contraintes de la mise en œuvre du policy-mix

Il s'agit d'une combinaison ou d'une articulation des politiques économiques, en l'occurrence principalement de la politique monétaire (Banque centrale) et de la politique budgétaire (gouvernement). Le principal objectif des politiques coordonnées (politique expansionniste, budgétaire et monétaire) est la croissance et l'emploi. Le risque d'inflation et le déséquilibre extérieur sont considérés comme les risques dominants d'une telle démarche.

L'idée de *policy mix* est d'inspiration keynésienne de relance. Dans le modèle ISLM, la relance budgétaire suivie d'une relance monétaire entraîne un double déplacement du IS et LM (à voir également la relance croisée): le déplacement de l'IS mené par une dépense publique provoque un accroissement de la demande (consommation privée et investissement) par le mécanisme de *multiplicateur keynésien*, l'emploi et la croissance sont soutenus par la demande des biens et de services. Toutefois, le taux d'intérêt tend à augmenter du fait d'une hausse de la demande d'encaisse. Les risques sont présents: d'une part, l'effet d'éviction par une hausse du taux d'intérêt et une balance commerciale déficitaire (demande intérieure élevée) se traduit par une baisse de l'investissement, de l'emploi et du revenu ; et d'autre part la tension inflationniste si l'économie est déjà en plein emploi (argument néoclassique). Le *policy mix* se traduit par une mise en place de l'émission monétaire et une baisse du taux d'intérêt par la Banque centrale, ce qui entraîne un déplacement de la courbe LM. Dans ce cas, on observera une réduction du coût de crédit qui provoquera une incitation à l'investissement, l'emploi et la croissance. **Au final**, les politiques expansionnistes conjointement budgétaires et monétaires parviennent à une croissance supérieure, l'effet d'éviction par la hausse du taux d'intérêt est éliminé. L'efficacité est totale. Dans le cas d'une coordination des politiques économiques restrictives, l'objectif est généralement de parvenir à la stabilité des prix (optique monétariste).

Quelques mots sur la mise en place des politiques coordonnées. En fait, **la coordination des politiques exige une organisation institutionnelle efficace entre le gouvernement (politique budgétaire) et la Banque centrale (politique monétaire)**. Le principe d'indépendance est souvent remis en cause lorsque la décision de la Banque centrale est fonction du gouvernement. Les décisions des autorités politiques doivent avoir les mêmes objectifs au même moment afin d'atteindre l'objectif de croissance (expansionniste) ou de stabilité des prix (restrictive). La relance croisée correspond à la politique monétaire expansionniste et à la politique budgétaire restrictive afin de réduire les déficits jumeaux, par exemple.

L'efficacité du policy mix est sous certaines conditions : les expansions budgétaires et monétaires ne doivent pas engendrer une tension inflationniste. Selon Keynes, les hypothèses implicites, l'équilibre sous emploi et la rigidité des prix, au moins à court terme, permettent de limiter la hausse des prix et des salaires (coûts de production).

La relance monétaire produit un effet inflationniste à long terme par le biais d'une demande excédentaire et la capacité limitée de production puisque l'économie est au en plein emploi. À cela, ajoutons l'équivalence rocardienne : le déficit budgétaire d'aujourd'hui est responsable d'une hausse des impôts de demain, les agents économiques sont incités à épargner au détriment de la consommation du moment. Enfin, le problème du déficit budgétaire et la soutenabilité de la dette imposent des conditions peu favorables à la relance budgétaire (revoir le dernier td).

Le policy mix n'est pas efficace dans le sens de la nouvelle macroéconomie classique (version dynamique du modèle de Mundell) : lors d'une émission monétaire, les anticipations inflationnistes jouent à plein effet. Les agents économiques sont amenés à demander une hausse du niveau de salaire, la demande excédentaire induit une hausse des prix. Par conséquent, selon ce modèle il convient de d'affecter la politique monétaire à la stabilité des prix et le contrôle budgétaire simultanément. Dans ce même ordre d'idée, le principe d'incohérence temporelle est également évoqué: les anticipations inflationnistes suite d'une annonce de la politique restrictive incitent les salariés à demander une hausse des salaires par crainte d'une hausse de la future dépense budgétaire (doc 1 p3). L'inflation provient alors d'une hausse des salaires et la demande. La politique budgétaire est radicalement inefficace.

Le policy mix dans la zone euro et aux États-Unis suscite une série de polémiques en matière de convergence d'objectifs et d'efficacité. La BCE privilégie la stabilité des prix (version monétariste) imposée par les règles de la monnaie unique et la politique budgétaire est contrainte par une règle du PSC et l'endettement croissant. Aux États-Unis, la Fed mène une politique monétaire discrétionnaire pour la croissance et l'emploi dans un contexte du déficit budgétaire accru.

B. L'évolution des politiques coordonnées selon les cycles économiques

Le policy mix aux USA est qualifié plutôt de réactif contrairement à la zone euro où l'inertie prédomine. La réactivité américaine vis-à-vis du policy mix vient du fait que la coordination des politiques est l'initiative du gouvernement et de la Fed en matière de croissance économique et de l'emploi, placé en second plan la stabilité des prix. Contrairement à cette idée, dans la zone euro, la BCE se charge de la surveillance de l'évolution des prix alors que les pays membres n'ont qu'un seul instrument budgétaire de relance qui souffre du déficit et de l'endettement. Il est alors difficile d'imaginer une coordination efficace comparée à la version américaine.

En regardant les deux graphiques de la page 2 du doc2, la relance simultanée pour contrer l'effet récessif est très limitée dans la zone euro entre 1997 et 2003. Le policy mix a été nettement plus accommodante aux États-Unis que dans la zone euro entre 2001 et 2003.

Si le policy mix est contra cyclique, en période de forte croissance, les politiques macroéconomiques doivent être restrictives alors qu'en période de récession, elles doivent permettre d'amortir l'effet néfaste de la phase descendante.

De 1997 à 2000, l'évolution du policy mix dans les deux zones est restrictive, notamment par la politique budgétaire restrictive (graphique 1 et 2 doc2 p2). Les impulsions budgétaire et monétaire aux États-Unis ont été massives depuis 2001 alors elles restent restrictives dans la zone euro, surtout en raison du PSC. De 2002 à 2005, de la phase descendante à la phase ascendante, la politique monétaire américaine est beaucoup plus réactive que celle de la zone euro (doc4 p4 graphique 3 et 4). La relation entre le cycle d'une phase basse et la politique monétaire plus accommodante est observée et encore une fois moins activiste dans la zone euro. Durant la même période, l'écart négatif de la production potentielle provoque une politique budgétaire de relance aux États-Unis et dans la zone, mais moins important dans cette dernière (doc4 p5 graphique 8 et 9)

II. La zone euro aux règles de politiques économiques et les États Unis aux capacités discrétionnaires : gains et limites de la mise en place du policy mix

A. Les relances simultanées très bénéfiques aux États-Unis, mais très limitées dans la zone euro

Les moyens de mise en œuvre différent d'une zone à l'autre. Aux États-Unis, en 2001, le taux d'intérêt court passe de 6,5 % à 1,75 % contre une baisse seulement 1,5 point dans la zone euro et le solde structurel primaire aux USA se détériore de 3 points contre 0,25 points de PIB dans la zone euro, sûrement à cause d'une contrainte de PSC (doc2 p3 tableau 1 et 2).

Les relances simultanées semblent porter ses fruits aux États-Unis par rapport à la zone euro : de 2,4 à 2,9 aux États-Unis contre de 0,8 à 0,5 du taux de croissance pour la zone euro entre 2002 et 2003 (graphe 3 doc1 p5). Entre 2001 et 2003, malgré une politique monétaire restrictive en 2003, les évolutions du policy mix aux États Unis vont dans le sens d'une relance budgétaire et monétaire alors que la restriction budgétaire combinée à la politique monétaire plus ou moins accommodante s'observe dans la zone euro (voir l'évolution des taux d'intérêt réels à court et à long terme p4 doc2).

L'écart de croissance est net à partir de 2002 (graphique1 doc1 p3). Les effets favorables sur la croissance américaine de ces politiques conjoncturelles ont été renforcés depuis 2002 par l'impact de la dépréciation du dollar, alors que l'appréciation de l'euro a pesé sur l'activité économique.

Plusieurs raisons démontrant que le policy mix est plus efficace aux États-Unis que dans la zone euro ont été avancées : la baisse des taux directeurs a été sensiblement plus importante et plus rapide aux États-Unis, les canaux de transmission sont plus efficaces parce qu'ils sont plus en lien avec les mécanismes de refinancement hypothécaire dont l'impact favorable sur la consommation est très important en période de baisse des taux d'intérêt (Le refinancement hypothécaire consiste à regrouper l'ensemble des crédits en cours – prêt immobilier, prêt à la consommation, crédit revolving – en un seul prêt hypothécaire au taux et sur la durée d'un prêt immobilier. La période de remboursement peut s'échelonner jusqu'à 30 ans). Dans la zone euro, la baisse des taux directeurs équivalents semble avoir

moins d'impact du fait notamment d'une moindre sensibilité de la consommation aux taux d'intérêt et d'un effet néfaste de la hausse de la prime de risque.

B. Zone euro : politique monétaire contracyclique, mais politique budgétaire erratique

Malgré la stratégie de la stabilité des prix prônée par la BCE, la politique monétaire dans la zone euro semble être contra cyclique : la politique monétaire a été restrictive lors du pic conjoncturel de 2000 et de début 2001, puis une détente des taux est intervenue lors d'un ralentissement (doc3 p13).

L'efficacité de la politique monétaire réside dans le lien entre le taux court et le taux long : les agents économiques empruntent en fonction de l'évolution du taux d'intérêt long. Après 2003, en dépit du ralentissement de la croissance, les taux longs américains ne remontent que très peu du fait de l'abondance de liquidité mondiale et d'une baisse de la prime de risque pour la zone euro (taux long = taux court + prime de risque, malgré une hausse du taux court, le taux long ne remonte pas).

Alors que la politique monétaire a été contra cyclique, l'orientation de la politique budgétaire est largement pro cyclique entre 199 et 2006 (en dehors des mécanismes de stabilisateur automatique). Le graphique 5 (doc3 p14) montre que lors d'un écart négatif de la production potentielle, le solde budgétaire structurel est plutôt positif alors qu'en période de croissance, le solde est négatif. Cette relation est inversée (contra cyclique aux États-Unis).

On s'intéresse également aux contraintes institutionnelles dans la zone euro : d'une part, la majeure contrainte du PSC est l'ignorance de la spécificité des pays. Il ne suffit pas d'observer le solde budgétaire des pays membres, mais le niveau de la demande (qui doit satisfaire l'offre des biens). Si la demande est insuffisante dans un pays même (qui s'explique par une demande excédentaire des autres pays = solde extérieur excédentaire), le déficit budgétaire est nécessaire pour ce pays. À l'inverse, si la demande interne est excédentaire dans un autre pays, le déficit n'est pas réellement nécessaire. Le PSC ne rend pas du compte de ces différences spécifiques. D'autre part, la raison pour laquelle il n'existe pas un véritable policy mix dans la zone euro est l'inefficacité de la coordination des politiques. La question est de savoir s'il faut un budget fédéral européen pour une politique de relance commune pour la zone euro.

Conclusion

L'efficacité du policy mix aux États-Unis se caractérise par une politique monétaire au soutien non seulement de la stabilité des prix, mais aussi de la croissance et de l'emploi et une politique budgétaire discrétionnaire. Les politiques de relance sont plus activistes que celles dans la zone euro. Cette dernière souffre de l'orientation monétaire restrictive en raison de la cible d'inflation et de la politique budgétaire limitée par la PSC. La révision de structure des finances dans la zone euro est au cœur du vif débat afin de constituer une relance budgétaire générale à l'encontre de l'effet récessif.